

DÜNYA'DA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI: ABD, AVRUPA BİRLİĞİ VE MALEZYA UYGULAMALARI ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

Feyzullah YETGİN*

Özet:

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları gayrimenkullere direkt yâda dolaylı olarak yatırım yapan halka açık şirketlerdir. ABD'de uzun yıllardır uygulanan GYO modeli Avrupa Birliğine üye ülkelerde son yıllarda çok tartışılır hale gelmiştir. Avrupa Birliğinde gayrimenkul sektöründe yaşanan yapısal sorunlarının giderilmesine yönelik olarak GYO modelinin uygulanması üzerinde önemle durulmaya başlanmıştır. Son yıllarda Avrupa Birliğine üye bazı ülkelerde uygulamaları görülen GYO modelinin, Müslüman ülkelerde, mevzuata uygun şekilde uygulanması hususu tartışılmaya başlanmıştır. Malezya'da 2005 yılında gayrimenkul yatırım ortaklığı uygulama rehberi yayınlanmıştır. Rehber ile hedeflenen; mevzuat ile gayrimenkul yatırımlarının uyumlu hale getirilmesi, İslami gayrimenkul finansmanı, yatırımları ve buna bağlı sermaye piyasalarının büyümesinin sağlanmasıdır. Bu çalışma ile ilk defa ABD'de uygulanmaya başlanan GYO modelinin ABD ve AB düzeyinde uygulanmasına değinilerek, AB nezdinde yapılan çalışmalar ve gelişmeler hakkında bilgi verilmekte, İslam ülkelerinin bu model veya yatırım aracı ile ilgili geldiği nokta incelenmekte ve değerlendirilmektedir.

Anahtar Kelimeler: GYO, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Avrupa Birliği, Gayrimenkul, Emlak

Abstract:

Real Estate Investment Trusts are publicly held companies that directly or indirectly make investment on real assets. The REIT (Real Estate Investment Trusts) model implemented in the USA for many years has recently become a frequently discussed matter in European Union member states. Implementation of the REIT model has started to be emphasized for overcoming the structural problems encountered in the real assets sector in

* Misafir Öğretim Üyesi, Kadir Has Üniversitesi; Genel Müdür, Emlak Konut GYO A.Ş., T.C. Başbakanlık TOKİ İştiraki.

European Union. Implementation of the REIT model practiced in some European Union member states recently in Muslim countries in a way adapted to law has started to be discussed. A real assets investment partnership implementation guide was published in Malaysia in 2005. The goal of the guide was to provide harmonization of law with real assets investments and growth of Islamic real assets financing, investments and related capital markets. This paper deals with the implementation of the REIT model in the USA and EU which was first implemented in the USA, gives information about the studies and developments in EU and reviews and evaluates the point reached by Islamic countries concerning this model or investment tool.

Keywords: *GYO, Real Estate Investment Trust, European Union, Real Estate, Property*

Giriş

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) gayrimenkullere direkt yâda dolaylı olarak yatırım yapan halka açık şirketlerdir. GYO'lar her türlü gayrimenkule finansman sağlayan veya elde edilmek istenen bir gayrimenkul için pek çok yatırımcının sermayesini bir araya getiren anonim şirket şeklinde tüzel kişiliğe sahip ortaklıklardır.

Bir yatırım enstrümanı olarak, gayrimenkul ve menkul kıymet yatırımlarının en iyi özelliklerini birleştirir ve bir yatırım portföyünde, gayrimenkulün profesyonel biçimde yönetildiği verimli ve güvenilir bir yatırım aracı sağlar. GYO'lar 1960 yılında Amerika Birleşik Devletleri (ABD) kongresinin almış olduğu karar neticesinde bir finansal yatırım aracı olarak ortaya çıkmıştır. 1970'li yıllarda ABD sermaye piyasalarında önemli avantajlar sağlayan, yeni bir yatırım aracı olarak talep bulmuşlardır. GYO'lar özvarlığa dayalı, ipotekli ve karma GYO'lar olarak üçe ayrılabilir. Özvarlığa dayalı GYO'lar gayrimenkule yatırım yaparak kira ve değerlendirme gelirleri elde ederek özkaynak değerini artırır. İpotekli GYO'lar gayrimenkul sahiplerine ipotek amaçlı borç vererek ve ikincil piyasalarda yatırım yaparak ipotek kredileri faizlerinden gelir elde ederler. Karma GYO'lar ise hem gayrimenkule hem de ipotek ve ipoteye dayalı kıymetlere yatırım yaparak gelir elde etmek amacıyla kurulmuşlardır.

ABD’de uzun yıllardır uygulanan GYO modeli Avrupa Birliğine üye ülkelerde son yıllarda çok tartışılır hale gelmiştir. Model Avrupa’nın üç büyük ekonomisinden birine sahip Fransa’da, 2005 yılında uygulanmaya başlanmıştır. Almanya’da, Avrupa’daki gayrimenkul yatırım piyasalarında yaşanan yapısal sorunların giderilmesinde GYO’ların bir araç olabileceği görüşü oluşmaya başlamıştır. Bu yapısal sorunların bazıları; bireysel yatırımcıların, emeklilik fonlarının gayrimenkul yatırımlarına iştirakinin sınırlı olması ve halka açıklık oranının gayrimenkul sektöründe düşük olması şeklinde sıralanabilir. GYO modeli 1995 yılındaki yasal düzenleme ile Türkiye sermaye piyasalarına kazandırılmıştır. ABD’de uygulanmaya başlanan, son yıllarda Avrupa Birliğine üye bazı ülkelerde uygulamaları görülen GYO modelinin, Müslüman ülkelerdeki mevzuata göre adapte edilen şekilde uygulanması hususu da tartışılmaya başlanmıştır. Malezya’da 2005 yılında gayrimenkul yatırım ortaklığı uygulama rehberi yayınlanmıştır. Rehber ile hedeflenen; İslami kurallar ile gayrimenkul yatırımlarının uyumlu hale getirilmesi, İslami finansman ve buna bağlı sermaye piyasalarının büyümesinin sağlanmasıdır.

Dünya’da gayrimenkul yatırımların, Sermaye piyasaları ile entegrasyonu dolayısıyla menkul kıymet olarak değerlendirilmesi yönünde çalışmalar devam etmektedir. ABD’deki uygulamalara benzer uygulamaların Avrupa’da son yıllarda hız kazanması ile beraber, Körfez ülkeleri ve İslam ülkelerindeki gayrimenkul yatırımlarının GYO modeli ile menkul kıymetleştirilmesi noktasında çalışmalar ve hatta bazı ülkelerde uygulama örnekleri görülmeye başlanmıştır. Son yıllarda İslami finansal enstrümanlara olan talep artmaktadır. İslami GYO gibi sermaye piyasası ürünleri, yatırımcılar tarafından ilgi görmektedir. Özellikle son yıllarda oluşan Körfez ülkelerindeki fon fazlasının gayrimenkul yatırımlarına yönelmesi ile gayrimenkul yatırım hacmi artmaya devam etmektedir. Buna bağlı olarak İslam ülkelerinde yaşayan bireysel ve kurumsal yatırımcıların büyük ölçekli bu yatırımlardan pay alması noktasında İslami GYO’lar bir yatırım enstrümanı olarak önem kazanmaktadır.

1. Dünya’da Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Uygulamaları

ABD’de 1960 yılında yapılan yasal düzenleme ile GYO’lar (REIT - Real Estate Investment Trust) faaliyete geçmiştir. Amaç büyük ölçekli gayrimenkul projelerine küçük yatırımcıların iştirakini sağlamaktır.

1980'li yıllardan itibaren birçok ülke, özel vergi düzenlemeleri ile gayrimenkul yatırım şirketlerine çeşitli kolaylıklar sağlamıştır. Sermaye piyasalarında işlem gören gayrimenkul yatırım fonlarının iskontolu işlem görmesinin ana sebeplerinden biri vergi şeffaflığının olmamasıdır. Çeşitli muafiyet ve istisnalar ile özel hukuki düzenlemeler içerisinde faaliyet gösteren GYO modelini Avrupa'da gayrimenkul piyasasında önemli yer alan Fransa'da kullanmaya başlamıştır. İngiltere ve Almanya'da model halen tartışılmaktadır. Asya, Pasifik bölgesinde, Japonya'da Hong Kong, Singapur ve Güney Kore'de, Malezya'da son yıllarda uygulanmaya başlanmıştır, Avustralya ise çok daha önce uygulamaya başlayan ülkelerdendir.

ABD'de vergi muafiyeti için GYO şirketinin faaliyetlerinde aşağıdaki şartları sağlaması gerekmektedir.(Greer and Farrell, 1993)

-Ortak sayısının en az 100 olması gerekmektedir. Beş veya daha az hissedar, değer in yüzde 50'sinden fazlasına sahip olamaz.

-GYO gayrimenkul operasyonlarında aktif rolden ziyade pasif rol üstlenmelidir. Ancak gayrimenkul yöneticisi GYO hisselerinin %35 ine sahip olabilir.

-Aktiflerin en az %75'i gayrimenkul ipotek senetleri, nakit, hazine bonolarından oluşmalıdır.

-Brüt gelirin en az %75'i kira gelirlerinden ya da gayrimenkule dayalı ipotek faizlerinden oluşmalıdır.

-En az %90 kar payı dağıtmalıdır.

GYO'lar son yıllarda kayda değer şekilde büyüme göstermektedir. GYO modeli dışında gayrimenkul sektörü Dünya'da çeşitli şekillerde sermaye piyasalarına girmeye başlamıştır. GYO'lar ile yalnızca ABD'de ki yatırımcılar için değil yabancı yatırımcılarında bu yolla yatırım yapmaları sağlanmakta ve giderek daha popüler bir yatırım aracı haline gelmektedir. (Garrigan and Parsons, 1997)

Güvenilir, yüksek getirili, güçlü portföy ve bilanço yapısına sahip GYO'lar (Blue – chip) olarak adlandırılmakta ve özellikleri şöyle sıralanmaktadır. (Block, 1998)

- Nitelikli, deneyimli yönetim
- Bilanço gücü
- Sektörel ve bölgesel odaklanma
- Uyumlu yönetim

-Fonların büyümesine yönelik sermaye birleşimi ve faaliyetleri ile kar dağıtımının sürdürülmesi

-Kaliteli kiracı yapısı

Ayrıca GYO'lar uzun vadeli yatırımlara yönelmeli spekülâtif ve kısa vadeli yatırımlara girmemelidir. 4 yılın altında süreyle yapılan yatırımların gelirleri brüt gelirin %30'unu geçmemelidir. Aksi halde vergi muafiyeti dışına çıkılmakta ve genel uygulamaya tabi tutulmaktadırlar.(Brueggeman, Fisher and Stone, 1989)

Gayrimenkul yatırımlarının kolayca likidite edilememesi karşısında, GYO'lar kolayca likit hale gelmelerinden ötürü avantaj sağlamaktadır. GYO hisseleri ekonominin çok iyi olduğu dönemde kolayca nakde çevrilebilmekte ve böylece örneğin emeklilik fonlarına, diğer kurumsal ve bireysel yatırımcılara önemli bir avantaj sunmaktadır. Küçük yatırımcıların, karı büyük gayrimenkul projelerine ortak olmaları imkanı sağlanmaktadır. (Jaffe, 1995)

1990'lu yılların başında gayrimenkul endüstrisinde dahili – kurum içinden danışmanlık hizmeti sağlanan GYO'lar ile ilgili köklü değişiklikler olduğu görülmektedir. GYO organizasyonunun performansına olan etkisi üzerine yapılan çalışmalar göstermektedir ki içeriden yönetim ile dışarıdan alınan danışmanlık hizmetlerinin çeşitli açılardan kuruma olan katkıları farklılaşmaktadır. 1991-1996 yıllarında harici, dışarıdan hizmet alan GYO'larda piyasa kapitalizasyon tutarı 6 mio \$'dan 20 mio\$ miktarına, dahili GYO'larda 4 mio\$'dan 102 mio\$'a ulaşmıştır.(Ambrose and Linneman, 2001)

ABD'de ikincil ipotek piyasası ve menkul kıymetlerinde yaşanan canlılık ve gelişme, yeni fon kurumlarının kurulmasına yol açmıştır. Örneğin gayrimenkul portföylü yatırım fonları, GYO'lar gibi portföylerinde daha çok garantili sertifika ve menkul kıymetler tutan yatırım fonları ile son yıllarda yeni MBS (Mortgage Backed Securities) ipotek destekli menkul kıymetlere ağırlık vermektedir. (Uludağ ve Arıcan, 1999).

Dünya'da GYO uygulamalarına ilişkin Ernst & Young tarafından hazırlanan raporda ülke uygulamaları detaylı olarak karşılaştırılmaktadır. (Ernst & Young, 2006a)

Tablo 1: ABD'de GYO Yapısı

ABD	
Yapı	GYO (Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı)
Yasal Düzenleme	1960 yılında yürürlüğe girmiştir.
İlgili Bölüm	I.R.C. Madde 856-860
Kurumsal Kurallar	* 100 veya daha fazla hissedar *Beş veya daha az hissedar değerinin yüzde 50'sinden fazlasına sahip olamaz *Banka veya finansal kurum değildir *Aksi halde yerli bir kurum olarak vergilendirilir *Bir veya daha fazla yediemin veya müdür tarafından idare edilir *Mülkiyet devredilebilir hisselerle kanıtlanır *GYO kazançlarını ve karlarını vergi yılı sonunda dağıtmalıdır.
Gelir kuralları	*Yıllık brüt gelirin en az yüzde 75'i (yasaklı gelir hariç) gayrimenkulle ilintili kaynaklardan gelmelidir. *Yıllık brüt gelirin en az yüzde 95'i (yasaklı gelir hariç) gayrimenkulle ilintili kaynaklardan ve temettü ve faiz gibi pasif kaynaklardan gelmelidir. *Kiralara şu durumlarda izin verilmeyebilir: (i) net gelir veya kiracının karlarına dayanıyorsa; (ii) ilgili taraftan gelen kiralar (mülkiyet eşliğinin yüzde 10'u veya daha fazlası) veya (iii) her mülkten elde edilen tutarın yüzde 1'inden fazlası GYO tarafından izin verilmeyen kira hizmetlerinin ifasından elde ediliyorsa.
Portföy Kuralları	*Varlıkların en az yüzde 75'i gayrimenkulden, nakitten veya nakit kalemlerinden ve Devlet tahvillerinden oluşmaktadır. *Varlıkların en fazla yüzde 20'si GYO'nun vergilendirilebilir alt kuruluşlarının menkul kıymetlerinden oluşmaktadır. *Varlıkların en fazla yüzde 5'i herhangi bir senet ihraç eden kuruluşun menkul kıymetlerinden oluşmaktadır (Devlet bonolarından farklı) *GYO, herhangi bir senet ihraç eden kuruluşun ödenmemiş oyunun veya değerinin en fazla yüzde 10'una sahiptir (Devlet bonoları ve izin verilen gayrimenkul varlıklar hariç). *GYO varlık testleri her üç ayda bir gerçekleştirilmelidir.

Dağıtım kuralları	* GYO'nun vergilendirilebilir gelirinin en az yüzde 90'ı yıllık olarak dağıtılmalıdır. * Bazı dağıtımlar ihtiyacı karşılamak için önceki yıl içerisinde ödenmiş olarak ele alınır. * İzin verilen temettü dağıtımları için ödenmiş temettü kesintisi alır. * Bazı dağıtılmamış tutarlar üzerinde yüzde 4 oranında istihlak vergisine tabidir. * Saklanan ve dağıtılmayan tutarlar üzerinden kurumlar vergisine tabidir. * Dağıtım gereğini karşılamak için eksik temettü prosedürü uygulanabilir.
Yabancı yükümlülükleri	* Yabancı dağıtımlar üzerinde yüzde 30 stopaj vergisi. Vergi antlaşmaları uyarınca indirimli oranlar uygulanabilir. * Gayrimenkule Yabancı Yatırım Vergileri Yasası (FIRPTA) uyarınca, GYO tarafından yapılan gayrimenkul satışına ithafen yabancı hissedarlara ödenen sermaye kazancı temettülerinin dağıtımından yüzde 35 oranında vergi alınır. * Yabancı hissedarın GYO tarafından halka arz olunmuş herhangi bir hisse sınıfının yüzde 5'inden fazlasına sahip olmaması halinde, adi hisse uygulaması için sermaye kazancı temettüleri uygun olabilir.
Uzun vadeli borçlar konusundaki kısıtlamalar	* Herhangi bir kısıt yok.
Finansal Kayıp Kuralları	* GYO statüsü kaybı, Devlet tarafından uygun bir nedenden dolayı feragat edilmemesi halinde, yeniden seçim statüsü için beş yıllık bir bekleme süresi gerektirir. * GYO statüsünün kaybını önlemek amacıyla gelir hatası için makul sebep muafiyeti. * 2005 yılı itibariyle, varlık ve diğer GYO yetki ihlalleri için istikraz hükümleri mevcuttur.
Diğer vergi yükümlülükleri	* Kısmen veya tamamen sahip olunan vergilendirilebilir alt kuruluş işletmelerinin GYO'lara otel veya pansiyon faaliyeti dışında izin verilmeyen hizmetler sunmasına izin vermek için gerekli kurallarının yürürlüğe konması. * GYO "bayi" faaliyetinden elde ettiği gelir üzerinde yüzde 100 vergiye tabidir. * GYO ortaklık yoluyla mülk sahibi olabilir: gelire ve varlıklara tetkik kuralı uygulanır. * GYO mülk üzerinde yerleşik gelirler vergisine tabi olabilir.

2. Avrupa Birliği'nde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

2005 yılında Fransa'da GYO modelinin uygulanmaya başlanması ile Avrupa Birliği üyesi ülkelerde model hakkında tartışmalar hız kazanmıştır. Belçika, Hollanda, Lüksemburg ve Fransa'da uygulanan modelin, diğer üye ülkelerin mevzuatına dahil edilmesi yönünde çalışmalar devam etmektedir. Günümüzde Almanya, İngiltere gerek kendi ekonomilerinde verimliliği artırmak gerekse küçük yatırımcıların gayrimenkul yatırımlarına iştirakini olanaklı kılmak için modelin altyapısı konusundaki çalışmalara hız vermişlerdir.

İngiltere'de 43 milyar sterlin büyüklüğündeki, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren birçok şirket 2007 yılında GYO'na dönüşümü planlanmaktadır (Carvalho, 2006). Avrupa Birliği düzeyinde GYO mevzuatının uyumlu hale getirilmesi kısa vade de mümkün görülmemektedir. Ancak bu yönde yapılan çalışmalar, modeli adapte etmeye çalışan ve gerekli alt yapıyı hazırlayan ülkelerin örnek alması noktasında önem kazanmaktadır. Üye ülkelerin her birinde mevzuatın farklı olması benzer bir yapının oluşturulmasını engellemektedir. Üye ülkelerin vergilendirme ilkeleri birbirinden farklıdır, özellikle uluslararası yatırımlar açısından bu farklılıklar birlik içinde farklı sonuçlar meydana getirmektedir. Farklılıklardan en önemlisi olan vergi mevzuatının tadil edilmesinin GYO şirketlerine ve ortaklarına yeni fırsatlar sunacağı beklenmektedir. (ERPA, 2004)

Avrupa Birliği nezdinde tüm diğer alanlarda olduğu gibi GYO modelinin mali ve hukuki altyapısının uyumlu olması amacıyla çalışmalar yapılmaktadır. Bu amaçla EPRA (European Public Real Estate Association - Avrupa Kamu Gayrimenkul Yatırım Birliği) tarafından hazırlanan taslak aşağıdaki şekilde oluşturulmuş ve üye ülkeler görüşlerine sunulmuştur. (EPRA, 2005)

2.1. Avrupa Birliği GYO Rejimi Taslağı

Avrupa Birliği GYO rejiminin ilk teklifi aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

-GYO fiilen kurulu olduğu üye Devlette kurumlar vergisinden muaftır.

-Kurulu olduğu üye Devletten farklı bir üye Devlette bulunan GYO'nun sahip olduğu mülk ile ilgili olarak, bu mülkler bulunduğu ülkede sabit oranda bir kaynak vergisine tabidir.

-Mülkün bulunduğu Devlet tarafından alınan yukarıda bahsi geçen kaynak vergisi GYO'nun kendi kar dağıtımları üzerinde tutmak zorunda olduğu temettü vergisi ile mahsup edilebilir (vergi ödemesi indirimi olarak)

-GYO'nun doğrudan veya dolaylı olarak elinde bulundurduğu varlıklar, yatırım maksadıyla elde bulundurulan taşınmaz mülklerin en az %70'ini teşkil eder

-Konsolide olarak, GYO'nun varlıklarının en fazla yüzde 60 – 70'i yabancı kaynaktan finanse edilebilir

-GYO tarafından mülkler üzerinde tahakkuk ettirilen sermaye kazançları üç mali yıl içerisinde başka mülklerin maliyet fiyatı ile mahsup edilebilir, ancak bunun için mülkün, aynı üye Devlet içinde satılmış olması gerekmektedir.

-GYO tarafından bir mali yıl içinde elde edilen karlar, mali yılın bitiminden sonra sekiz ay içerisinde tamamen dağıtılmalıdır.

-GYO'nun kar dağıtımları için %20 oranında stopaj vergisi uygulanır. İstenirse, bu stopaj vergisi GYO iştirak sahipleri ile ilgili olarak nihai vergi olabilir. Bu durumda, GYO iştirak sahiplerinin mukim olduğu veya kurulu olduğu üye Devletlere GYO'da iştirak sahibi olmaktan kaynaklanan bir gelir muafiyeti sağlar.

-GYO'da bulunan ve başka bir GYO'nun sahip olduğu hisseler dayanan kar dağıtımları üzerine uygulanan temettü vergisi de ikinci GYO tarafından kendi kar dağıtımlarıyla ilgili olarak ödenecek temettü vergisine karşılık mahsup edilebilir.

-GYO'da iştirak sahibi ve kurumlar vergisine tabi olmayan veya kurumlar vergisinden muaf tutulan Avrupa Birliği'nde kurulu emekli sandıkları ile ilgili olarak özel bir kural uygulanır; bu emekli sandıkları aldıkları kar dağıtımları üzerindeki temettü vergisinin iadesi hakkına haizdir. Bu vergi iadesi emekli sandığının kurulu olduğu üye Devlet'te verilir. Emekli sandığının mukim olduğu üye Devlet vergi iadesini diğer üye Devlettten takas sistemi yoluyla tazmin eder.

-GYO vergi rejimi, Avrupa Birliği Antlaşması, Madde 249 ve Madde 308'e dayanan bir tüzük ile belirlenir. Ayrıca, GYO'nun bir Avrupa Birliği tüzüğü içinde verilmesi durumunda, Avrupa Birliği Antlaşması Madde 57(2) üçüncü ülkelerle (üçüncü ülkelerde mukim GYO veya üçüncü

ülkelerde hissedarı olan GYO ile) ilintili olarak bir ayırım yapılabilmesi olanağını ortaya koymaktadır. Bir tüzüğün benimsenmesi için oybirliği gerekmektedir, ancak istenirse Antlaşmanın 43 – 45 maddelerinde verilen “geliştirilmiş işbirliği” hükümleri uyarınca istisna yapılabilir.

2.2. Avrupa Birliği GYO Rejimi için İlk Teklifi Tespit Ederken Dikkate Alınan İlkeler

-İlk olarak, çeşitli üye Devletlerde bulunan GYO'ya şu anda uygulanan vergi rejimi genel olarak GYO'nun bir toplu yatırım biçimi olarak görülmesi gerektiği fikrine dayanmaktadır. Bu rejime göre GYO'nun sahip olduğu yatırımlar, sanki hissedarları GYO'nun mülklerine doğrudan yatırım yapmış gibi düşünülerek ortaya çıkan aynı vergi yüküne tabi olmalıdır (flow-through ilkesi). Bu ilkenin örnekleri mali şeffaflık, subjektif muafiyet (mükellef muafiyeti), objektif muafiyet (gelir muafiyeti) veya (pratik olarak) sıfır orandır. Bu tekniklerden herhangi birinin uygulanması ile sermayenin GYO'ya yatırılması durumunda, doğrudan yatırımla kıyaslandığında herhangi bir ilave vergi yükü ortaya çıkmamaktadır.

-İkincisi, ilk teklifi tespit ederken, GYO'nun yatırım maksadıyla elinde mülk bulundurma amacına sahip olduğu varsayılmıştır. Bu varsayım – OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) Model Konvansiyonu'nda (2001 versiyonu) taşınmaz mülkün bulunduğu devletin taşınmaz mülkten elde edilen gelir (OECD Model Konvansiyonu, Madde 6) ve söz konusu taşınmaz mülkle ilgili sermaye kazançları (OECD Model Konvansiyonu, Madde 13(1)) üzerinde vergilendirme haklarına sahip olduğu ilkesinin ortaya konması ışığı altında – taşınmaz mülkün bulunduğu ülke GYO'nun elinde bulundurduğu gayrimenkulden elde edilen karlar üzerinde birincil vergilendirme haklarına haiz olması gerektiği anlamına gelir.

-Üçüncüsü, GYO'nun amacına uygun olarak yatırım maksadıyla mülk elde bulundurması gereğinin yanı sıra, GYO'nun hisseler, senetler, banka teminatları vb. biçimlerde farklı yatırımlara sahip olduğu da varsayılabilir. Bu açıdan bakıldığında, farklı Avrupa Birliği üye Devletlerinde bulunan GYO'lar için mevcut vergi rejimleri ele alındığında, GYO'nun antlaşmadan faydalanma hakkına haiz olması veya diğer yatırımlardan elde edilen hasılatların (stopaj) vergiden arı (GYO tarafından dağıtılan karlar üzerindeki temettü vergisi hariç) şekilde GYO içindeki nihai hissedarlara ulaşması büyük önem taşır.

-Dördüncüsü, Avrupa Birliği üyesi olmayan bir devletin mukimi veya böyle bir devlette kurulu bir GYO'daki hissedarlarla ilgili olarak Avrupa Birliği'nde bulunan taşınmaz mülk üzerindeki vergilendirme haklarının erozyonunun önlenmesi büyük önem arz etmektedir.

Avrupa'da ortak veya standardizasyona ilişkin GYO uygulamaları ve Türkiye'de GYO uygulamasına ilişkin karşılaştırmalı tablo aşağıda verilmektedir.

Tablo 2: Avrupa ve Türkiye'de GYO Karşılaştırması

Yapı	
AB	"AB GYO"
Türkiye	GYO (Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı)
Yasal Düzenleme	
AB	Yoktur; muhtemel AB GYO rejimi taslağı, EPRA (Avrupa Kamu Gayri Menkul Birliği) tarafından önerilmiştir.
Türkiye	1995 yılında yürürlüğe girmiştir
İlgili Bölüm	
AB	Bakınız EPRA Raporu, <i>Avrupa GYO Rejimleri ve AT Sözleşme Özgürlüklerinin Etkisi</i> (Ağustos 2005).
Türkiye	Sermaye Piyasası Tebliği Yasası, Ticaret Yasası.
Kurumsal Kurallar	
AB	* Paydaş koşullarını yerine getirme yükümlülüğü yoktur.
Türkiye	* Başlıca görevi portföy yönetimiyle ilgilenmektir. * İsmi "gayrimenkul yatırım ortaklığı" ifadesini içermelidir. * Hissedarlardan biri "büyük ortak" olmalıdır. * Başlangıç sermayesi Sermaye Piyasası Kurulu tarafından tespit edilen tutardan az olmayacaktır. * Hisseler Borsada kote olmalıdır. * Yönetim Kurulu ve Denetim Kurulu tarafından idare edilir. * İlgili Tebliğde belirtilenden farklı ticari, sanayi veya zirai faaliyetlere iştirak etmemelidir (ticari amaçlarla otel, konut, park alanı, alışveriş merkezi işletmek gibi) * Portföy yönetiminden farklı herhangi bir sermaye piyasası faaliyetine iştirak etmemelidir. * Doğrudan inşaat faaliyetlerini yüklenmemelidir. * Sermayesi 7,200.000 YTL'den (yaklaşık olarak 4.8 milyon ABD Doları) az olmamalıdır. * GYO'nun sermayesinin en az yüzde 49'u halka arz edilmelidir. * Başlangıç sermayesini teşkil eden hisselerin en az yüzde 25'i nakit olarak verilmelidir.
Gelir Kuralları	
AB	* Gelirin, nitelikli yatırımlardan elde edilmesi gerekir (bakınız Portföy Kuralları).
Türkiye	* Gelir izin verilen yatırımlardan elde edilmelidir (bkz. Portföy Kur.)

Portföy Kuralları	
AB	* GYO'in doğrudan ve dolaylı olarak sahip olduğu değerlerin, yatırım amaçlı olmak üzere en az %70 taşınmaz maldan ibaret olması gerekir.
Türkiye	* GYO portföy değerinin en az yüzde 50'sini gayrimenkule, gayrimenkulle ilintili haklara ve gayrimenkul projelerine yatırmalıdır. * GYO portföyünün en fazla yüzde 10'unu vadeli mevduat veya vadesiz mevduat hesabına yatırabilir. * GYO portföyünün en fazla yüzde 10'unu yabancı gayrimenkullere ve yabancı yatırımlarla ilintili sermaye piyasası enstrümanlarına yatırabilir. * GYO portföyünde bulunan ve iktisap tarihinden itibaren üç yıl içerisinde üzerinde herhangi bir proje gerçekleştirilmeyen arsalar ve lotlar portföy değerinin yüzde 10'unu aşmamalıdır.
Dağıtım Kuralları	
AB	* Belirli bir mali yılda GYO tarafından elde edilen karlar, mali yıl sona erdikten sonra sekiz ay içerisinde tam olarak dağıtılmış olmalıdır.
Türkiye	* GYO'ler kârlarının en az yüzde 30'unu temettü olarak dağıtmalıdır.
Yabancı Yükümlülükleri	
AB	* Bir stopaj vergisi, GYO kar dağılımlarının yüzde 20'sine denk gelir. İstenmesi halinde, bu stopaj vergisi GYO ortaklık sahiplerine göre bir son vergi olabilir. Bu tür bir durumda, GYO'deki ortaklık sahiplerinin ikamet ettiği üye ülke, GYO ortaklığından doğan gelir vergisinden muafiyet sağlar. *GYO'de katılımcıları birlikte tutan Avrupa Birliği'nde belirlenen emeklilik fonuna uygulanan ve şirket gelir vergisinden muafiyet sağlayan veya bu vergiye tabi olmayan özel bir yasa vardır.: bu emeklilik fonları, yapılan kar dağıtımlarında verilmeyen kar payı vergisinin geri ödenmesini yasallaştırmaktadır. Bu geri ödeme, emeklilik fonunun bulunduğu üye ülke tarafından yapılır. Emeklilik fonunun bulunduğu Üye ülke, geri ödeme için bir takas sistemi yoluyla diğer Üye'den geri ödeme alır.
Türkiye	* Dağıtımlara uygulanan stopaj vergisi oranı yüzde 0'dır.
Uzun Vadeli Borçlar Konusundaki Kısıtlamalar	
AB	* Konsolide bazda, GYO portföyünün, %60-70'den fazla borç sermaye finansmanı ile sağlamaz.
Türkiye	* N/A
Finansal Kayıp Kuralları	
AB	* N/A
Türkiye	* GYO'lar önceki üç aylık dönemde portföy değerinin yüzde 50'sinin gayrimenkul, gayrimenkul hakları ve gayrimenkul projelerinden oluşması gereğini karşılayamazlarsa – Sermaye Piyasası Kurulu şirketin statüsünü bir yıl daha uzatır – ve bu bir yıllık uzatma süresi içerisinde söz konusu gereği yine karşılayamazlarsa, uzatma süresinin bitimi itibariyle bir ay içerisinde statülerini kaybederler.

Diğer Vergi Yükümlülükleri	
AB	<p>*Kurulduğu üye ülkede şirket gelir vergisinden muaftır. *Kurulduğu ülke yerine bulunduğu Üye ülkedeki GYO tarafından tutulan emlak için, bulunduğu ülkede, AB içerisinde uyumlu %20 sabit fiyatlı kaynak vergiye tabidir. *Bulunduğu ülkede uygulanan kaynak vergi, GYO'nun kar dağıtımlarında tutması gerekli kar payı stopaj vergisine mahsup edilebilir (vergi ödeme indirimi olarak). *Menkullerden GYO tarafından elde edilen sermaye kazançları, menkulün, satıldığı üye ülkede bulunduğu varsayılırsa, üç mali yıla tabi olarak diğer menkulün maliyet fiyatından düşülebilir. *Diğer bir GYO elinde bulunan bir GYO hisselerin kar dağıtımında tutulan kar payı stopaj vergisi, kendi kar dağıtımlarına göre ikinci GYO'nun sahip olduğu kar payı vergisinden mahsup edilebilir. *GYO için vergi rejimi, Sözleşmesinin 308. Maddesi ile birlikte 249. maddesine göre düzenlenmektedir. Bu şekilde, düzenlemenin doğrudan etkisi olmakta ve gerekli olduğu ölçüde, ikili vergi antlaşmaları yeniden görüşme yapılmadan adapte edilebilmektedir. Buna ek olarak, GYO AB yasasında yer aldığı, AB Antlaşmasının 57(2) Maddesi, üçüncü ülkelere ilişkin bir ayırım yapma imkanı vermektedir (üçüncü ülkelerdeki GYO yerleşikleri veya üçüncü ülkelerde hissedarları olan GYO için). Bir düzenlemenin benimsenmesi için oybirliği gerekir ancak AB Antlaşmasındaki 43 ile 45. maddeler arasında genişletilmiş işbirliği" hükümleri altında, istenmesi halinde bir istisna yapılabilir.</p>
Türkiye	<p>* Ticaret Yasası, Madde 8-4/d uyarınca kurumlar vergisinden muaf.</p>

3. İslam Ülkelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Uygulamaları

İslam ülkelerinde özellikle körfez bölgesinde yer alan ülkelerde son yıllarda petrol gelirlerinin de yüksek miktarlarda artışı ile gayrimenkul yatırımlarına olan ilgi giderek artmaktadır. Gayrimenkul yatırımlarının artışına paralel olarak bu yatırımlara ve diğer fon fazlasının değerlendirilmesi noktasında finansal enstrümanlara ve alternatif sermaye piyasası aletlerine olan ihtiyaç artmıştır. Bu noktada bir finansal enstrüman, yatırım aracı olarak GYO modelinin uygulanması noktasında Malezya öncü ülkelerden olmuştur.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile ilgili olarak Malezya'da yayınlanan rehber veya yönerge; GYO şirketinin yönetim yapısı, yatırım alanları, sınırlamalar vergi avantajları, halka arz, değerlendirme, raporlama ve denetime

kadar bir çok başlık altında çok detaylı yatırımcı ve GYO yönetimini bilgilendiren ve çalışma prensiplerini tespit eden içerikte hazırlanmıştır. (Securities Commission, 2005a)

Ernst & Young tarafından hazırlanan küresel gayrimenkul yatırımları raporu 2006'ya göre; Malezya'da net aktife olan prim, kazanç verimliliği çok düşüktür ancak yatırılan sermayeye göre ve büyüme sürecinde, fırsatları da içinde barındırmaktadır (Ernst & Young, 2006b). GYO modeli, yüksek getiri potansiyeli olan gayrimenkul sektörüne olan yatırımcı ilgisini çekecek bir alternatif olarak görülmektedir.

İlk defa GYO şirketi Malezya'da kurulmuş ve sermaye piyasalarına kazandırılmıştır. Global ekonomik büyüme; kiralama, konuta, alışveriş merkezleri ile otellere olan talebi artırmıştır. (Standard&Poor's, 2006)

Hükümetin vizyonu Malezya'yı İslami finans piyasalarında lider konuma ulaştırmıştır. Artan yüksek rekabet, mevzuat hükümleri ile uyumlu gayrimenkul yatırımlarının sınıflandırılmasını ve uygun modelin sermaye piyasalarına kazandırılmasını gerekli kılmıştır.

GYO'lar konusunda çalışmalar yapılan bir diğer İslam ülkesi Pakistandır. KASB Securities Limited tarafından yapılan çalışmada GYO'ların tanımı, faydaları ve işleyişi hakkında bilgi verilmiştir. Pakistan'daki konut ihtiyacı ve buna bağlı finansman ihtiyacı noktasında, GYO modelini, sermaye piyasaları vasıtasıyla gayrimenkul sektörünün ihtiyacı olan büyük ölçekli fonların sağlanmasının bir aracı olarak kullanma yönünde çalışmalar devam etmektedir. (KASB, 2005)

Malezya'da GYO sektörünün global olarak rekabet edebilmesi için vergi ve diğer avantajların artırılması gerekmektedir, örneğin Singapur gibi komşu ülke uygulamalarında olduğu gibi çeşitli avantajlar sağlanması gerekliliği üzerinde durulmaktadır. (PWC, 2006)

İslami GYO uygulaması yıllardır tartışılmakta ve GYO yapısı ile İslam kurallarının adaptasyonu konusunda çalışmalar yapılmaktadır, varlık GYO'lar konusunda yapılan çalışma buna bir örnektir, amaç rekabet gücünü artırmak ve portföy kazancını maksimize etmeye yönelik bir yatırım enstrümanı kazandırmaktır. (El-Gamal, 2002)

GYO modeli olma koşulları şu şekilde sıralanmıştır: (Securities Commission, 2006)

-Bir İslami GYO, mevzuata göre caiz ve caiz olmayan karışık faaliyetlerde bulunan kiracıların bulunduğu gayri menkul sahibi olabilir.

-Bununla birlikte, GYO fon yöneticisinin, karışık faaliyetlerde bulunan kiracıların bulunduğu gayri menkul alınmadan önce, bazı ek uyumluluk değerlendirmeleri yapması gerekir.

-GYO'nun, sahip olmak istediği gayri menkulde yapılan caiz olmayan faaliyetlerin toplam kira bedelini öğrenmesi gereklidir ve bunun ardından caiz olmayan faaliyetlerin toplam kira bedelini, GYO'nun toplam hacmiyle (mali yıl sonu hacmi) karşılaştırması gerekir. Bunun amacı, caiz olmayan faaliyetlerin kira bedeli içerisindeki oranını bulmaktır. Bu yüzde miktarı, Danışma Kurulu tarafından, caiz olmayan faaliyetlerin kira bedeli kriteri için tespit edilen %20 gösterge olarak ifade edilecektir. Bu yüzde miktarının göstergesi aşması halinde, mevzuata uygunluk denetimi yapan komite, İslami GYO'ya ilgili gayri menkule yatırım yapmamayı tavsiye etmektedir.

Örneğin, caiz olmayan faaliyetlerin toplam kira bedeli Ringgit –MYR (Malezya ulusal para birimi) 210,000 ise ve ilgili mali yıl için İslami GYO toplam hacmi MYR 1,000,000 ise, caiz olmayan faaliyetlerin kira bedeli yüzdesi %21 olmaktadır ve bu da Danışma Kurulu tarafından belirlenen göstergenin üzerindedir. Bu durumda, komite, İslami GYO fon yöneticisine, ilgili gayri menkule yatırım yapmalarını tavsiye etmektedir.

3.1. GYO açısından caiz olmayan faaliyetler

Danışma Kurulu tarafından tespit edilen caiz olmayan faaliyetler şunlardır:

- Riba'ya (faiz) dayalı mali hizmetler
- Kumar/bahis
- Helal olmayan veya ilgili ürünlerin üretimi ve satışı
- Akdi sigorta
- Caiz olmayan eğlence faaliyetleri
- Tütün ve tütüne dayalı ve ilgili ürünlerin üretimi veya satışı
- Mevzuata uygun olmayan senetlerin borsada ticaretinin yapılması veya ticaretinde ortaklık
- Otel ve tatil yerleri.

Yukarıda sayılan faaliyetlerden başka, komite, GYO kira gelirlerinin değerlendirilmesinde bir kriter olarak eklenebilecek caiz olmayan faaliyetler içerisinde kabul edilebilen diğer faaliyetler için de içtihat uygulayabilir.

Kiracıların tümü caiz olmayan faaliyetlerde bulunan bir gayri menkul, GYO tarafından alınamaz. Bir İslami GYO, kiracıların tümü caiz olmayan faaliyetlerde bulunan bir gayri menkulü, örneğin tüm kiracıların caiz olmayan faaliyetlerde bulundu bir kumarhane (gazino) binasını, bu binanın toplam kira yüzdesinin, İslami GYO'nun ölçütünün (%20) altında olması durumunda bile, satın alamaz, mülk edinemez.

Bir İslami GYO'ya ait binayı kiralayacak yeni bir kiracı veya kiracılar için, komite tarafından verilecek kararın, %20'lik ölçüte dayalı olması zorunlu değildir, çünkü caiz olmayan faaliyetlerin kira bedeli yüzdesi henüz belli değildir. Buna göre, bu durumda, komite İslami GYO fon yöneticisine tamamen caiz olmayan faaliyetlerde bulunan yeni kiracı veya kiracıları kabul etmemesi gerektiğini tavsiye etmesi gerekir.

Karışık faaliyetlerde bulunan kiracı veya kiracılar tarafından ödenen toplam kira bedelinden caiz olmayan kira miktarını hesaplama yöntemi; karışık faaliyetlerde bulunan bir kiracı veya kiracıların caiz olmayan faaliyetlerinin kira bedelinin hesaplanması, caiz olmayan malların kapladığı alanın, malların kapladığı toplam alana göre oranına dayalıdır. Bu yüzde, caiz olmayan faaliyetlerin kira bedelinin, kiracı veya kiracıların ödediği toplam kira bedeline oranı hesaplamada baz alınacaktır.

Örneğin, bir süper markette kiralanan toplam alan 1,000 feet kare ve alkollü içeceklerin satışı için ayrılan alan ise 100 feet kare ise, alkollü içeceklerin satışı için kullanılan alan oranı %10'dur. Buna göre, caiz olmayan faaliyetlerden (alkollü içeceklerin satışından) elde edilen kira bedeli, süper marketin toplam kira bedelinin %10'dur, yani aylık MYR 300'dur (%10 x MYR 3,000).

Buna ek olarak, hizmete dayalı faaliyetler gibi alan kaplamayan faaliyetler için hesaplama yöntemi, komitenin içtihadına dayalı olacaktır. Hizmete dayalı bir faaliyet, örneğin caiz olmayan malların paketlemesi gibi ambalajlama faaliyeti olabilir.

Bir İslami GYO'nun yatırım, depozito ve finansman amaçlı olarak mevzuata uygun araçlar kullanması zorunludur. Bir İslami GYO, her türlü

yatırım, depozito ve finansman araçlarında mevzuata uygun hareket ettiğini garanti etmek zorundadır.

Bir İslami GYO'nun, mevzuata uygun sigorta planları kullanması zorunludur. Bir İslami GYO, gayri menkulünü sigorta ettirmek için takafül (müşterek garanti) planları kullanmalıdır. Takafül planlarının sigorta kapsamına yetersiz gelmesi halinde, akdi sigorta planları kullanımı caiz olur.

Bir İslami GYO, risk yönetimi için vadeli para satışı ve alımına katılımı caizdir. İslami GYO risk yönetimi için vadeli para satışı ve alımına katılabilir ve İslami finans kurumlarıyla ticaret yapması teşvik edilir. İslami GYO İslami finans kurumlarıyla ticaret yaparsa, vaat (taraflardan sadece birinin yükümlülüğünü/sözünü yerine getirmek zorunda olması) kavramına bağlı olmak durumundadır. Bağlı olan taraf, sözü veren (vaatte bulunan) taraftır. Bununla birlikte, İslami GYO'nun akdi finans kurumlarıyla iş yapması halinde, akdi vadeli para satışı ve alım işlemlerine girmesi caizdir. İslami bir GYO oluşturulmasını kolaylaştırmak için Menkul Değerler Komisyonu'nun Mevzuat Danışma Konseyi tarafından ana hatları çizilen kılavuz ilkeleri aşağıda sıralanmıştır. Bu yönergeye, İslami GYO kurma sürecinde piyasa katılımcıları tarafından uyulması zorunludur. (Securities Commission, 2005b)

3.2. İslami GYO; Yatırım, Depozito ve Finansmanı

İslami GYO, her türlü yatırım, depozito ve finansman araçlarının, mevzuata uygun olduğunu garanti eder.

3.3. Sigorta

İslami GYO, gayri menkulünü sigortalamak için Takafül planları kullanmalıdır. Bu Takafül planlarının garanti kapsamı sağlamaması halinde, İslami GYO'nun akdi sigorta planları kullanması caizdir.

3.4. Risk Yönetimi için Paranın Vadeli Satışı veya Alımı

İslami GYO'nun vadeli para satışı ve alımına katılımı caizdir ve İslami finans kurumlarıyla alış veriş yapması teşvik edilmektedir. İslami GYO'nun İslami finans kurumlarıyla alış veriş yapması halinde, vaat kavramına dayalı olması gerekir (taraflardan sadece birinin sözünü/yükümlülüğünü yerine getirmekle yükümlü olması). Buna göre bağlı taraf, söz veren taraftır. Bununla birlikte, İslami GYO geleneksel

finans kurumlarıyla alış veriş yapması halinde, akdi vadeli para satış veya alım işlerine katılımı caizdir.

İslami sermaye piyasaları global sermaye piyasalarının önemli bir parçası haline gelmiştir. İslami bonolar tahviller ve fonlardan sonra İslami GYO uygulamaları ile Malezya'nın önemli bir oyuncu olmaya devam edeceği beklenmektedir. (Rajan, 2006)

Malezya'daki GYO yasal yapısına ilişkin olarak ABD uygulamalarına benzer GYO ile İslami kurallara göre revize edilen GYO yapıları karşılaştırmalı olarak tablo 3'de verilmektedir.

Tablo 3: Malezya'daki GYO Yapısı

Yapı	
Malezya	GYO (Gayri Menkul yatırım Ortaklığı)
Malezya	İslami Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları (İslami GYO) örn: kiracıların İslami yasaya göre caiz olan faaliyetlerde bulunduğu gayri menkullerde kollektif yatırım planları.
Yasal Düzenleme	
Malezya	2004, 2005 ve 2006'da yürürlüğe giren Özel GYO kılavuz ilkeleri ve GYO'e özgü vergi hükümleri.
Malezya	İslami GYO yönergeleri.
İlgili Bölüm	
Malezya	Tahvil Komisyonu Yasası 1993; 20505 GYO Tahvil Komisyonu (SC) Kılavuz ilkeleri: Malezya Gelir Vergisi Yasası 1967.
Malezya	2005 İslami GYO yönergeleri.
Kurumsal Kurallar	
Malezya	*Malezya kayıtlı ortaklık: Malezya mütevellilerinin SC tarafından onaylanması gerekir. *Minimum RM 100 milyon (27 milyon ABD Doları) fon boyutu *Ortaklık SC onaylı bir yönetim şirketi tarafından yönetilmelidir. *Yabancılar Yönetim şirketinin öz kaynağının sadece %49'una sahip olmalıdır ve minimum %30 öz kaynak Bumiputra (yerli) yatırımcılar tarafından alınmalıdır. *Fonun gayri menkulü yetkili menkul yöneticisi tarafından yönetilmelidir.
Malezya	*Yukarıdaki gibi.
Gelir Kuralları	
Malezya	*Gelir, nitelikli yatırımlardan elde edilmelidir (bakınız Portföy Kuralları)
Malezya	*Komite İslami GYO tarafından edinilen menkullerin mevzuata

	uygunluğu değerlendirilir. * Mevcut kiracıların karışık faaliyetlerde bulunduğu menkulleri alabilir. Ancak fon yöneticisinin, caiz olmayan faaliyetlerin toplam İslami GYO cirosunun %20'sini aŐmadıęını değerlendirmesi gerekir. *İslami GYO, faaliyetlerinin tümü caiz olmayan kiracıları kabul edemez veya tüm kiracıların caiz olmayan faaliyetlerde bulunduğu binayı alamaz. * Caiz olmayan kira faaliyetleri- riba (faize) dayalı mali hizmetler,bahis/kumar,helal olmayan ürünlerin veya ilgili ürünlerin üretimi veya satışı, akdi sigorta, mevzuata göre caiz olmayan eğlence faaliyetleri, tütün bazlı ürün üretimi veya satışı, hisse senedi ticareti veya mevzuata uymayan tahvillerin ticareti, otel/tatil yeri alınması.
Portföy Kuralları	
Malezya	Halka açık olmayan GYOler için: *Toplam varlıkların en az %70'i gayri menkul, tek amaçlı Őirketler veya gayri menkulle ilgili varlıklara yatırılmalıdır *Toplam varlıkların en az %50'si gayri menkul, veya tek amaçlı Őirketlere yatırılmalıdır *Toplam varlıkların en az %20'si her zaman likit varlıklara yatırılmalıdır *%10'luk denge sağlanarak, gayri menkul ile ilgili varlıkları, ile gayri menkul ile ilgisiz varlıklara yatırılmalıdır Not:halka açık GYO'lar için yüzdeler farklıdır.
Malezya	*Yukarıdaki gibi.
Dağıtım Kuralları	
Malezya	*GYO hisse sahiplerine dağıtılan gelir üzerinden vergilendirilmez. Dağıtılan miktar hisse sahiplerinden vergilendirilir. *Dağıtılmayan gelir %28 oranında vergilendirilir - ilgili gelir üzerinden ödenen vergiler için kredi, vergiye tabi gelirin dağıtımında hisse sahiplerine verilen ilgili gelir üzerinden ödenir.
Malezya	*Yukarıdaki gibi.
Yabancı Yükümlülükleri	
Malezya	*İkamet etmeyen hisse sahiplerine dağıtım da %28 stopaj vergisi uygulanır. *Yabancılar yönetim Şirketinin en fazla %49'una kadar sahip olabilir.
Malezya	*Yukarıdaki gibi.
Uzun Vadeli Borçlar Konusundaki Kısıtlamalar	
Malezya	*Temel kural, SC tarafından farklı belirlenmediği sürece, toplam borçların, fonun net varlık değerinin %35'ini geemeyeceğidir.
Malezya	*Yukarıdaki gibi.
Finansal Kayıp Kuralları	
Malezya	*N/A
Malezya	*N/A
Diğer Vergi Yükümlülükleri	
Malezya	*Damga vergisi: onaylanmış GYO'lere verilen kıymetlerle ilgili

	transfer araçlarından muafiyet. *Sermaye kazançları: onaylanmış GYO'lere verilen kıymetlerle ilgili muafiyet. *GYO tarafından kıymetlerin satışıyla elde edilen gelirlerden %5 ile %30 arasında, beş yıldan az bulundurulmuşsa, Gayri Menkul Kazanç vergisi alınabilir. *Kurumlar vergisi: GYO kuruluş tarihinde uygulanan başlangıç masraflarında vergi indirimi önerilmiştir.örn: 2006 itibariyle danışmanlık, yasal ve değerlendirme ücretleri.
Malezya	*Yukarıdaki gibi.

Sonuç

Dünya'da ilk uygulaması 1960 yılındaki düzenleme ile ABD'de görülen GYO modeli, uzun vadeli düşük riskli ve yüksek getirili bir yatırım aracı olarak özellikle uzun vadeli yatırım yapma ihtiyacında olan emeklilik fonları veya sigorta fonları ile buna benzer amaçlı yatırımcılar tarafından yoğun ilgi görmektedir. Gayrimenkul yatırımlarının ölçeği ve dünya ekonomisinden aldığı paya paralel olarak gayrimenkul sektörü giderek sermaye piyasalarında daha fazla yer almaya ve buna bağlı olarak da zaman içerisinde GYO modeli uygun bir yatırım aracı olarak talep görmeye başlamıştır. GYO modeli Avrupa'da son yıllarda giderek daha fazla tartışılır hale gelmiştir. Avrupa birliği üyesi birkaç ülkede uygulaması devam etmekte iken ekonomik olarak daha büyük hacme sahip İngiltere, Almanya gibi ülkeler tarafından da kısa bir süre içinde kullanılması amacıyla çalışmalar devam etmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak Avrupa Birliğinin ekonomik uyum hedefleri çerçevesinde GYO vergi ve diğer kriterlerin standardizasyonu konusunda çalışmalar yapılmaktadır. Türkiye'de 1995 yılında yapılan düzenleme ile yasal alt yapısı oluşan GYO'lar sermaye piyasası aracı olarak faaliyet göstermektedirler. Büyük ölçekli fon kaynaklarının güvenli düzenli ve yüksek getirili fonlarda değerlendirilmesi için GYO modeli ve diğer fonlar cazip hale gelmiştir. GYO modelinin İslam ülkelerinde kullanılması amacıyla mevzuata uyumlu hale getirilmesi için çalışmalar yapılmaktadır. İşte bu amaçla 2005 yılında Malezya'da yayınlanan GYO uygulama yönergesi ile önemli bir adım atılmıştır. Önümüzdeki yıllarda GYO modelinin sermaye piyasası yatırım aracı olarak Avrupa birliği ve İslam ülkeleri sermaye piyasalarında daha fazla yer alacağı beklenmektedir.

Kaynakça:

Ambrose, B.W. and Linneman, P. (2001). REIT Organizational Structure and Operating Characteristics. *Journal of Real Estate Research*. 21(3).

Erişim: 14.12.2006, <http://cbeweb-1.fullerton.edu/finance/journal/papers/pdf/past/vol21n03/orgstruc.pdf>.

Block R. L. (1998). *Investing in REITs*. Bloomberg Personal Bookshelf.

Brueggeman W. B., Fisher J. D. & Stone L. D. (1989). *Real Estate Finance, Eight Edition*. Boston: Irwin Homewood.

Carvalho, C. (2006). REIT on Track. *Dechert On Point: Real World. Issue 6*. Erişim: 12.12.2006, http://www.dechert.com/library/FRE_Issue6_07-06.pdf.

El-Gamal, M. A. (2002). The need for adaptable Sharīca screening of stocks: A case study of equity REITs. Erişim: 22.12.2006, <http://failaka.com/Library/Articles/IIFF-El-Gamal-REIT.pdf>.

Ernst & Young (2006a). Tax Treatment of Reits. Erişim: 14.12.2006, [http://www.eoy.lu/Global/download.nsf/US/REIT_Chart_2006/\\$file/REIT_Chart.pdf](http://www.eoy.lu/Global/download.nsf/US/REIT_Chart_2006/$file/REIT_Chart.pdf).

Ernst Young (2006b), Global Reit Report, Erişim: 17/12/2006, [http://www.ey.com/Global/download.nsf/International/Real_Estate_-_Global_REIT_Survey_2006/\\$file/EY_REHC_GlobalREITSurvey2006.pdf](http://www.ey.com/Global/download.nsf/International/Real_Estate_-_Global_REIT_Survey_2006/$file/EY_REHC_GlobalREITSurvey2006.pdf).

European Real Estate Association (2004). ERPA Global REIT Survey. Erişim: 24/12/2006, [http://www.ey.com/global/download.nsf/International/REIT_Survey_2004/\\$file/EPRAREITSurvey.pdf](http://www.ey.com/global/download.nsf/International/REIT_Survey_2004/$file/EPRAREITSurvey.pdf).

European Public Real Estate Association (2005). *European REIT Regimes and The Impact of the EC Treaty Freedoms*. Amsterdam: Loyens&Loeff.

Garrigan R. T. & Parsons J. F.C. (1997). *Real Estate Investment Trust*. New York: McGraw-Hill.

Greer G. E. & Farrell M. D. (1993). *Investment Analysis For Real Estate Decision, Third Editon*. USA: Dearborn Trade Pub.

Jaffe J. A. (1995). *Real Estate Reader*. Massachusetts: Blackwell.

KASB Securities Limited (2005), Reasearch Paper on Real Estate Investment Trust, Erişim: 24.12.2006, http://www.secp.gov.pk/corporatelaws/pdf/REITs_ResearchPaperKASBSecuritiesLimited.pdf.

- PriceWaterhouse Coopers (2006). *Investment Management & Real Estate News*. Londra: PWC. Erişim: 22.12.2006, [http://www.pwc.com/Extweb/pwcpublications.nsf/docid/8807567263F09C1F8525721100712FF0/\\$File/1006_imre_asia_news.pdf](http://www.pwc.com/Extweb/pwcpublications.nsf/docid/8807567263F09C1F8525721100712FF0/$File/1006_imre_asia_news.pdf).
- Rajan, P. (2006). Getting Set for Islamic REITs. Erişim: 15.11.2006, <http://www.nst.com.my/Weekly/PropertyTimes/News/News/20051219100744/Article/>.
- Securities Commission (2005a). *Guidelines on Real Estate Investments Trusts (3rd edition)*. Kuala Lumpur: Suruhanjaya Sekuriti. Erişim: 19.12.2006, <http://axis-REIT.tmsasia.com/images/axisREIT/PDF/REIT-GL-3Jan05.pdf>.
- Securities Commission (2005b). *Guidelines for Islamic Real Estate Investment Trusts*. Kuala Lumpur: Suruhanjaya Sekuriti. Erişim: 25.12.2006, <http://www.sc.com.my/eng/html/resources/guidelines/UTs/Islamic%20REIT%20GL.pdf>.
- Securities Commission (2006). *Guidelines for Islamic Real Estate Investment Trusts, Frequently Asked Questions*. Erişim: 20.12.2006, <http://www.sc.com.my/eng/html/resources/guidelines/UTs/Islamic%20REIT%20FAQ.pdf>.
- Standard&Poor's (2006). *Quarterly Global Property & REIT Report*. Londra: McGraw-Hill. Erişim: 18.12.2006, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/051006_citi.pdf.
- Uludağ İ & Arıcan E. (1999). *Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar-Kurumlar-Araçlar)*. İstanbul.